

2902/2021



REPUBBLICA ITALIANA  
IN NOME DEL POPOLO ITALIANO  
LA CORTE D'APPELLO DI BOLOGNA  
SEZIONE TERZA CIVILE

SENTENZA CIVILE

N.

2902/21

depositata il

18/11/2021

R.G. 1558/21

Cron. 4515/21

Rep. \_\_\_\_\_

composta da

dott. Anna DE CRISTOFARO	Presidente
dott. Lucia FERRIGNO	Consigliere
dott. Michele GUERNELLI	Consigliere rel. est.

pronuncia la seguente

SENTENZA

Nella causa civile iscritta al **n. 1558/2021 del Ruolo Generale** – promossa da S.E.C.I. SOCIETA' ESERCIZI COMMERCIALI INDUSTRIALI SPA (avv. prof. L. Stanghellini, L. Ristori, A. Zanini, V. Lupoli, M. Dalla Verità) - **reclamante** nei confronti di FALLIMENTO S.E.C.I. SOCIETA' ESERCIZI COMMERCIALI INDUSTRIALI SPA (avv. prof. I. Pagni) P.M. IN PERSONA DEL PROCURATORE DELLA REPUBBLICA PRESSO IL TRIBUNALE DI BOLOGNA P.M. IN PERSONA DEL PROCURATORE GENERALE PRESSO LA CORTE DI APPELLO DI BOLOGNA - **reclamati**

In punto a: reclamo contro la sentenza di fallimento del Tribunale di Bologna del 28.6.5.7.2021 n. 72/2021

Decisa sulle seguenti **CONCLUSIONI**: come da atti introduttivi e note scritte anteriori all'odierna udienza

**Per la reclamante:**

*"disattesa ogni contraria istanza, eccezione e deduzione, riformare, per le ragioni di cui in narrativa, la sentenza del Tribunale di Bologna del 5 luglio 2021, n. 70, e, per l'effetto: - revocare la dichiarazione di inammissibilità del concordato S.E.C.I. Società Esercizi Commerciali Industriali s.p.a. e dunque revocarne il fallimento; - rimettere gli atti della*

*e, comunque, per l'adozione di ogni provvedimento più opportuno. Con vittoria di spese e onorari di causa."*

**Per il fallimento costituito:**

*"respinte tutte le eccezioni e difese del reclamante ivi inclusa la richiesta di acquisizione d'ufficio della documentazione non prodotta confermare la sentenza dichiarativa di fallimento di cui non sono stati contestati i presupposti e la dichiarazione di inammissibilità della domanda di concordato. Con vittoria di spese ed onorari"*

**Concise ragioni di fatto e di diritto della decisione**

**1.1. Con la sentenza** in epigrafe il Tribunale dichiarava inammissibile la proposta di concordato preventivo di S.E.C.I. SPA e ne dichiarava il fallimento su richiesta del P.M.

La società (*holding* del "gruppo MACCAFERRI") aveva prima depositato nel 2019 ricorso per concordato con riserva, non seguito nei termini da proposta piena, dichiarato perciò inammissibile il 15.1.2020; ne era seguita istanza di fallimento del PM il 13.2.2020 e proposta "piena" di S.E.C.I. del 27.3.2020.

Questa era asseritamente fondata sulla continuità aziendale ex art. 186 bis l.f. e un piano con il supporto economico di alcuni componenti della famiglia MACCAFERRI e l'offerta del fondo CARLYLE di un finanziamento prededucibile per euro 10 milioni mediante la sottoscrizione di un prestito obbligazionario emesso da S.E.C.I., oppure mediante la stipula di un contratto di finanziamento, previa autorizzazione del Tribunale e successiva sottoscrizione da parte del fondo CARLYLE di un prestito obbligazionario, col mantenimento della partecipazione del 50,1% di MANIFATTURA SIGARO TOSCANO S.P.A. (MST) per la durata del piano e la successiva vendita o, in alternativa, la sua conservazione al servizio del rifinanziamento di un prestito obbligazionario di S.E.C.I. di euro 90 mln del gennaio - marzo 2019 garantito da pegno sulla partecipazione in MST; il mantenimento di una partecipazione di minoranza in OFFICINE MACCAFERRI S.P.A.(OM) e in SAMP S.P.A.; la vendita della partecipazione in AGRIPower S.P.A.; la liquidazione del patrimonio immobiliare, anche delle società partecipate operanti nel settore *real estate*; il mantenimento della prestazione di servizi a favore delle società partecipate.



1.2. **La proposta originaria** prevedeva il pagamento integrale delle spese prededucibili e della nuova finanza; dei creditori privilegiati entro 12 mesi dall'omologa; la soddisfazione degli obbligazionisti del prestito di cui sopra mediante il pagamento dell'importo complessivo di 80 milioni di euro (su originari 90 mln in linea capitale) o mediante vendita delle azioni MST; la soddisfazione integrale del creditore Banco BPM S.p.A.; la soddisfazione dei creditori chirografari nella misura minima del 15.6% entro il 31.12.2025, con possibilità di incremento.

Venivano chiesti dal Tribunale chiarimenti dopo un'istanza di S.E.C.I. per: autorizzazione a concedere pegno sul 100% delle azioni, deliberare gli aumenti di capitale a servizio delle conversioni poste alla base della manovra finanziaria, definire le posizioni di debito/credito tra le società del Gruppo S.E.C.I. e le società del Gruppo OM, adempiere obblighi di cooperazione nei confronti di un gruppo di obbligazionisti di questa<sup>1</sup>. L'istanza veniva respinta nel luglio 2020 dopo che fra l'altro un primo attestatore aveva concluso negativamente sul pegno ex art. 182 quinquies 1° co. l.f. .

1.3. Chiesti contestualmente altri chiarimenti entro un ulteriore termine ex art. 162 l.f., veniva depositata una "*prima memoria integrativa*" della proposta e del piano il 23.10.2020 con richiesta poi di ulteriore proroga il 15.2.2021, non accolta; una "*seconda memoria integrativa*" il 25.2.2021 (ultimo giorno del termine), e - autonomamente - una "*terza memoria integrativa*" con ulteriori modifiche il 17.5.2021 contenente un "*aggiornamento di piano*", l'indicazione dei costi e dei ricavi attesi dalla prosecuzione dell'attività di impresa, delle risorse finanziarie necessarie e delle relative modalità di copertura, nonché l'attestazione rilasciata da nuovo professionista, che prevedeva **come piano** :

una nuova offerta vincolante del Fondo di investimento SAGITTA; uno sviluppo temporale, ridotto di un anno, al 2024; la continuità aziendale diretta di S.E.C.I. come *holding*, con dismissioni e liquidazioni in settori non strategici, e l'obiettivo del mantenimento della partecipazione in MST; la riorganizzazione e il proseguimento delle attività del "Centro servizi" di S.E.C.I. in favore delle società del gruppo; il supporto dei F.Ili MACCAFERRI;

---

<sup>1</sup> AHG ("Ad Hoc Group"), come previsti da un accordo a base del concordato (*Restructuring Framework Agreement - RFA*) tra OFFICINE MACCAFERRI S.P.A. e AHG, accordo al quale S.E.C.I. aveva aderito in data 29.5.2020, subordinatamente all'autorizzazione del Tribunale.



l'emissione di strumenti finanziari partecipativi (SFP) ex art. 2346 c. 6 c.c., da destinare ai creditori chirografari in proporzione al credito residuo all'1.1.2025; la cessione delle partecipazioni detenute in OM (già avvenuta il 2.12.2020) e in SAMP; la cessione delle partecipazioni e/o degli *asset* del settore energia (AGRIPOWER S.R.L., già avvenuta nel settembre 2020, Termica Celano, Termica Colleferro e Jesi Energia); la cessione, del patrimonio immobiliare detenuto direttamente o attraverso le partecipate; la liquidazione delle partecipazioni in società con avviata procedura concorsuale; la cessione o liquidazione delle altre partecipazioni minori.

**La proposta** "aggiornata" prevedeva: il pagamento dei crediti prededucibili; la soddisfazione del credito di BANCO BPM SPA con la porzione corrispondente al valore "capiente" delle azioni in garanzia, in misura pari a euro 9 milioni, entro 12 mesi dall'omologa e la residua a chirografo; soddisfazione degli obbligazionisti con pegno su MST secondo l'accordo transattivo con questi concluso il 31.12.2019 ovvero entro il 30.1.2026, in base alla asserita capacità di rifinanziamento del prestito obbligazionario; soddisfazione dei crediti privilegiati entro 12 mesi dall'omologa; soddisfazione dei creditori chirografari, in alternativa: mediante pagamento per cassa nella misura minima impegnativa e attestata del 17,7% (ovvero del 16%) entro il 31.12.2024 (tempistiche intermedie non impegnative); obbligo di attribuzione degli SFP, del valore stimato al 31.12.2024 di Euro 33 milioni, corrispondente a un incremento stimato (non impegnativo) del 5,9%, così per un soddisfacimento complessivo stimato del 23,6%, di cui il 16% per cassa e il resto con attribuzione degli SFP (senza garanzia di rendimento); *oppure* soddisfacimento impegnativo mediante cessione dei rispettivi crediti al Fondo SAGITTA, a fronte del pagamento di un importo pari al 15,5% del valore nominale dei crediti entro 180 giorni dall'omologazione, alle condizioni meglio precisate nell'Offerta Vincolante del fondo SAGITTA.

1.3. Il Tribunale, dato atto delle contestazioni del PM richiedente, osservava quindi (p. 12) che nel termine ex art.162 l.f. concesso da ultimo sino al 25.2.2021 e non prorogato, la "seconda memoria integrativa" depositata conteneva una proposta e un piano incompleti (tanto che la stessa ricorrente vi proponeva genericamente di soddisfare i creditori chirografari secondo la "*percentuale di soddisfacimento che verrà attestata*", ovvero una "bozza di piano" secondo la stessa "terza memoria" di S.E.C.I. del 17.5.2021), difettando la descrizione



analitica delle modalità e dei tempi della proposta, delle specifiche utilità ex art. 161 2° co., lett. e) l.f., nonché (vertendosi in tema di concordato con continuità aziendale) l'indicazione dettagliata dei costi e dei ricavi attesi dalla prosecuzione dell'attività, delle risorse finanziarie necessarie e delle relative modalità di copertura ex art. 186 bis, 2° co. lett. a) l.f.. Mancava inoltre della relazione dell'attestatore ex art. 161 3° co. l.f.

Rilevava come la "terza memoria integrativa" con l'attestazione e altre modifiche era stata depositata senza autorizzazione alcuna e dopo il rigetto della proroga all'uopo richiesta; che il potere ex art. 162 l.f. era discrezionale ed anzi già ampiamente utilizzato con attività incomplete o svolte all'ultimo momento mettendo in difficoltà gli organi della procedura. Negava quindi si potesse considerare la detta "terza memoria", con conseguente inammissibilità della carente proposta antecedente.

1.4. Aggiungeva (p.15) che comunque vi era stato abuso dello strumento concordatario allo scopo di differire il fallimento, ricavabile dalla precedente proposta in bianco inammissibile per decorso del termine, dalla incompletezza e insufficienza della seconda proposta, dalla inaccogliabilità dell'istanza ex art. 182 quinquies l.f. , dalle plurime modifiche prospettate, alcune con ulteriori criticità, dal mancato rispetto dei termini e dall'introduzione di memorie e documenti anche dopo che il Collegio si era riservata la decisione.

1.5. Riteneva (da p.17) che comunque anche l'ultima proposta della "terza memoria" non fosse ammissibile, intanto perché il concordato era prevalentemente liquidatorio, non essendovi vera prosecuzione dell'attività di impresa, e in prospettiva generandosi utilità per i creditori solo in forza dell'incasso di dividendi da MST, sia percependo – in ipotesi - da MST il beneficio del regime di consolidamento fiscale IRES; mancando quindi la funzionalità dei beni residui alla continuità d'impresa, ex Cass. 734/2020. Con insufficienza della percentuale proposta ai chirografari, inferiore al 20%.

1.6. Aggiungeva che anche il trattamento degli obbligazionisti con pegno su MST, di tipo extraconcordatario e a seguito di transazione anteriore alla domanda, non appariva legittimo ex art. 55 l.f. ; che la transazione non era coerente con l'eventuale rifinanziamento del prestito obbligazionario e vi erano cospicui interessi da pagare in corso di piano. Inoltre gli SFP prevedevano condizioni migliori di quelle per le obbligazioni e la cessione di MST poteva



essere alternativa al prospettato rifinanziamento senza che l'attestatore ne avesse esaminato le conseguenze.

1.7. Anche il sostegno finanziario (p.21) di Europa Investimenti S.p.A.<sup>2</sup> in base all'offerta vincolante SAGITTA secondo il Tribunale presentava criticità: per le plurime condizioni cui era sottoposta, fra cui un'attestazione che riconoscesse attendibile il pagamento a fine piano (entro il 31.12.2024) del 17,74%: invece a sua volta l'attestazione condizionava tale possibilità ad un evento del tutto incerto (il pagamento da parte di Enerray S.p.A. del debito nei confronti di SACE) e quindi l'attestazione era solo per il 16%; ugualmente inammissibile la prevista costituzione di un pegno sulle azioni di S.E.C.I. prima dell'omologazione del concordato, essendone evidente la natura "difensiva" a contrasto di eventuali proposte concorrenti; infine, in ragione della non vincolatività dell'impegno al rifinanziamento del prestito obbligazionario, contrariamente a quanto sostenuto dall'attestatore.

1.8. Sugli SFP ex art. 2436 6° co. c.c. previsti nella "terza memoria integrativa" osservava (p.23) che l'attestazione non li considera per il soddisfacimento dei chirografari; che il flusso attivo dipende da MST e che il rifinanziamento del prestito obbligazionario, così come la vendita della partecipazione MST nel 2025 (da destinare a S.E.C.I. o a i suoi soci in violazione dell'art. 2740 c.c.) potrebbe drenare o azzerare ogni dividendo, essendo "certo" solo il ricavato destinato da cessioni tardive di beni dopo il 31.12.2024. Aggiungeva che la decisione sugli utili spettava in ultimo all'assemblea di MST, e che il previsto *quorum* dell'assemblea dei possessori di SFP al 50% , unito al silenzio assenso in caso contrario, significava rimettere ai soci di S.E.C.I. le condizioni degli SFP.

1.9. Dell'attestazione il Tribunale rilevava (p.25) l'incompletezza, poiché non prende in considerazione gli SFP e la vendita delle azioni MST dopo il 31.12.2024, e riteneva le conclusioni difettanti di assertività, con numerose condizioni sospensive (le più importanti delle quali sono l'omologazione dei concordati preventivi di altre società del gruppo, non sincronici) neppure tutte ritenute altamente probabili, ma anzi alcune problematiche.

1.10. Il primo giudice prendeva in considerazione anche (p.26) l'alternativa fallimentare, ritenendo che non fossero sufficientemente giustificate le previsioni dell'attestatore di un

---

<sup>2</sup> Con il F.I.A. "SGT ACO Umbrella (Italy) Fund" ("il Fondo"), gestito da Sagitta S.G.R. S.p.A.

divario del 2% della percentuale ai chirografari, per il presunto diverso ricavato della vendita delle azioni MST, e per gli effetti del cd. "consolidato fiscale nazionale"<sup>3</sup>, non scontati a causa della natura oggettivamente liquidatoria del concordato, e per l'apporto (non garantito) dei f.lli MACCAFERRI; mancando anche una compiuta analisi delle possibili azioni di responsabilità.

1.11. Veniva esaminata poi (p. 28) la "quarta memoria integrativa" depositata il 25.6.2021 (a Collegio già in riserva di decisione), pur se inammissibile e indicativa dell'intento abusivo per ritardare/evitare il fallimento. In essa, secondo il primo giudice, permane la natura liquidatoria, l'assenza di un impegno vincolante al rifinanziamento del prestito obbligazionario, con conseguente probabilità di cessione al termine del piano delle azioni di MST, valore degli SFP non attestato e soddisfacimento dei creditori derivante prevalentemente dalla liquidazione degli *assets* di S.E.C.I. diversi dalle azioni MST, con dividendi sperati di questa assorbiti dagli interessi – certi - da pagare agli obbligazionisti. Cui aggiunge il contrasto con l'art. 2740 c.c. per la previsione che S.E.C.I. dopo la liquidazione, ne tenga parte del risultato, e l'abusività dell'emissione degli SFP, senza alcuna utilità, garanzia di rendimento e volta a sostenere la pretesa continuità aziendale; la perdurante incompletezza dell'attestazione anche nell' *addendum*, sull'assenza di un impegno specifico al rifinanziamento, e l'incoerenza con le conclusioni di poche settimane prima quanto alle condizioni sospensive, ora date per eventi probabili senza adeguata motivazione.

1.12. Riteneva infine integrati (p. 31) i presupposti del fallimento essendo pacifica l'irreversibile insolvenza e i limiti dimensionali e dell'art. 15 u.c. l.f..

**2. S.E.C.I. reclama** con atto di 74 pagine, preliminarmente ripercorrendo le diverse versioni ed evoluzioni di piano e proposta sino all'ultima, puntualizzando quanto al piano che l'intervento di SAGITTA-EUROPA INVESTIMENTI

*"offre, in sintesi: (i) un impegno vincolante, sotto forma di opzione (c.d. put) concessa ai creditori chirografari per la vendita del loro credito al fondo medesimo dietro corrispettivo pari al 15,5% del valore nominale entro sei mesi dall'omologazione; e (ii) un'obbligazione di mezzi a fare tutto quanto in suo potere per individuare un soggetto che rifinanzi il prestito obbligazionario, con possibilità di procedere direttamente al rifinanziamento del medesimo prestito"*

<sup>3</sup> Artt. 88, 117 e ss., 126 TUIR, d.m. 1.3.2018 art. 13, regime interrotto dalla "liquidazione giudiziale".

E quanto alla proposta, che essa prevedeva

*“il soddisfacimento degli Obbligazionisti, nei termini e condizioni previsti dalla Transazione con gli Obbligazionisti, entro il 30 gennaio 2026, mediante il rifinanziamento del prestito obbligazionario da effettuarsi oltre l’orizzonte temporale del piano (salvo lo scenario alternativo del mancato rifinanziamento e dell’avvio della procedura competitiva, a partire dal 1° gennaio 2025, per la vendita della partecipazione in MST, capiente rispetto al credito pignoratizio);...il soddisfacimento dei creditori chirografari: a) in assenza di una loro diversa scelta, mediante: i) il pagamento per cassa nella misura minima e attestata del 16 per cento entro il 31 dicembre 2024, e ii) l’attribuzione degli SFP, il cui valore, è stimato in euro 33 milioni, corrispondente a un incremento della percentuale di soddisfacimento dei creditori chirografari previsto nella (ma, in ogni caso, non limitato alla) misura del 5,9% (per un totale complessivo previsto nella misura del 21,9%); b) in alternativa, qualora lo vogliano, mediante la cessione dei rispettivi crediti al fondo di investimento, a fronte del pagamento di un importo pari al 15,5% del valore nominale di tali crediti entro sei mesi dall’omologazione (come descritto nell’offerta vincolante Sagitta-Europa Investimenti”;*

che nell’ultima attestazione era

*“stata precisata l’assenza di condizioni di efficacia..., ad eccezione di quella relativa alla concessione da parte del Tribunale dell’autorizzazione alla stipulazione della Transazione con gli Obbligazionisti.”.*

2.1. **Con un primo motivo** (p. 20) viene censurato il ritenuto **abuso dello strumento concordatario**, per non esser stato tenuto conto della complessità della posizione di S.E.C.I., *holding* a capo di un gruppo di 140 imprese operanti nei più diversi settori, con sei *subholding*, considerata l’assenza di norme sul concordato di gruppo, il progressivo maturare e aggravarsi della crisi di molte società, anche solo per problemi di liquidità e di credito bancario, dopo e a causa dell’istanza di concordato in bianco, e il miglioramento delle percentuali via via proposte.

Ricorda che la prima proposta si basava sull’intervento di un finanziamento prededucibile e altro supporto finanziario del fondo CARLYLE (facente parte di AHG, obbligazionisti di OM), bocciato dal Tribunale e che aveva provocato la vendita dell’intera partecipazione in OM e AGRIPOWER e la necessità di trovare altri investitori, ricerca protrattasi sin dopo il termine del 25.2.2021 e fino al maggio 2021 (offerte APOLLO e SAGITTA, dopo lo sfumare di quella TACONIC, con competizione fra questi sollecitata dagli stessi commissari giudiziali, e anzi sfociata in una prospettata proposta concorrente di APOLLO il 25.6.2021, non valutata dal primo giudice), cui si era aggiunta la necessità di cambiare attestatore, per le dimissioni del primo.





Afferma che nessun danno ai creditori era emerso dai tempi della procedura, né atti in violazione della *par condicio*; che anzi la proposta era stata in modo sostanziale migliorata, specialmente quanto ai chirografari; che nessun creditore aveva presentato istanza di fallimento; che le modifiche sostanziali di piano e proposta sono possibili ex art. 161 c. 3 l.f. durante tutto il corso del procedimento.

2.2. **Con un secondo motivo** (p. 32) sostiene l'ammissibilità della terza e quarta memoria integrativa, depositate nell'ottica del miglior soddisfacimento dei creditori previa loro completa informazione, essendo a ciò preordinato il termine ordinatorio dell'art. 162 l.f. ex Cass. 3586/2011; aggiungono che la valutazione deve essere effettuata "all'esito del procedimento" e quindi al momento della decisione, e non prima; che anche dopo l'ultima udienza i commissari erano stati informati in riunioni e comunicazioni.

2.3. **Con un terzo motivo** (p.37) si deduce l'infondatezza delle censure di merito sulla domanda di concordato.

2.3.1. **Sulla negata continuità aziendale** (p.38) cita Cass. 734/2020 e nota che anche la *holding* pura svolge attività d'impresa; che S.E.C.I. controlla ancora decine di società prestando loro servizi attraverso apposito ramo con 120 dipendenti ("centro servizi": irrilevante che sia in perdita, dovendosi avere riguardo all'attività complessiva e ai risultati); che non vi era attività svolta solo per MST; che vi erano stati continui acquisti e vendite di partecipazioni; che anche la "cessione d'azienda in esercizio" non esclude la continuità ex art. 186 bis 1 co. l.f.

Sostiene che la questione del rifinanziamento o meno del prestito obbligazionario attiene alla fattibilità economica del concordato, esclusa dalla possibilità di valutazione del tribunale.

Aggiunge che dall'attestazione si ricavavano precisi indici di continuità, quali i flussi di cassa futuri, il maggior realizzo dei crediti per la sopravvivenza dell'inerente struttura di recupero; la posticipata esigibilità dei crediti da lavoro da TFR, stante la prosecuzione dei rapporti; tanto che il Tribunale aveva disposto l'esercizio provvisorio ex art. 104 c. 2 l.f.. Nega quindi dovesse rispettarsi la soglia del 20% ai chirografari, peraltro raggiunta.

2.3.2. **Sulla transazione con gli obbligazionisti** (p. 43), che secondo il Tribunale non potrebbe essere autorizzata, osserva che ne erano evidenti i vantaggi (riduzione degli interessi, mantenimento della partecipazione con rifinanziamento dopo il 31.12.2024; escussione del

pegno col valore di vendita competitiva ex art. 182 l.f.; riduzione di 10 mln per rinuncia dei f.lli MACCAFERRI) e quindi era irrilevante l'art. 55 l.f. , posto che le transazioni favorevoli erano comunque autorizzabili ex art. 167 2° co. e 182 *quinquies* 5° co. l.f. nel concordato in continuità, pur se prevedono pagamenti preferenziali ai chirografari. Aggiunge che la cessione delle azioni MST era alternativa al rifinanziamento.

2.3.3. **Sull'offerta SAGITTA** (p.47) richiama, oltre all'impegno vincolante all'acquisto dei crediti per il 15,5% del valore nominale e all'obbligazione di mezzi per il rifinanziamento del prestito obbligazionario, l'intervento dei f.lli MACCAFERRI per integrare il corrispettivo sino alla misura del 20,6%, e acquistare SFP per un ulteriore incremento del soddisfacimento dei chirografari sino al 24%, impegno garantito da un pegno a favore di Sagitta sulle azioni S.E.C.I.

Rileva che l'impegno di SAGITTA era da ritenere fissato almeno al 16% in connessione con i risultati dell'attestazione; che il pegno sulle azioni di S.E.C.I. era liberamente concordabile da parte dei soci, non facendo parte le azioni del patrimonio sociale ex art. 2740 c.c. e che l'eventuale comportamento ostruzionistico dei soci riguardo proposte concorrenti poteva essere bloccato sostituendo l'organo amministrativo ex art. 185 l.f.; che infine il pegno sarebbe stato concesso solo dopo l'omologa.

2.3.4. **Sugli SFP** (p. 50) sostiene che gli stessi hanno un preciso valore stimato da apposita perizia, consentendo la partecipazione ai dividendi distribuiti da MST e anche ai proventi di S.E.C.I. derivanti dall'eventuale dismissione della partecipazione in MST (ogni "distribuzione" effettuata da S.E.C.I.); il tutto con priorità rispetto alle distribuzioni per gli azionisti. Precisa che era stato persino preso un impegno a deliberare le distribuzioni in caso di utili, riparto di proventi da dismissioni, riserve distribuibili, residuo attivo di liquidazione; nega che nella proposta dal 2026 andasse agli SFP solo il 50% delle distribuzioni, essendo invece attribuito il 100% di quanto deliberato dall'1.1.2025 sino a un importo basato sui risultati dello stesso anno di MST.

Ritiene inesatto affermare, come fa il Tribunale, che "l'apporto del credito residuo" chirografario e superiore al 16- 17,7% negli SFP impedisse ogni soddisfacimento superiore, poiché il relativo ultimo regolamento approvato da S.E.C.I. non prevedeva un "limite" massimo, ma solo un "termine" al raggiungimento di determinate percentuali (25% e 3,5% per effetto delle distribuzioni), e anzi acquisizioni anche superiori accantonate in fondi "SPF"



ed “*Earn out*”. Nota infine che nell’ultima versione del regolamento SFP era stato eliminato il silenzio assenso per le delibere dei possessori di SFP.

2.3.5. **Sull’attestazione** (p. 56) cita Cass. 5653/2019 quanto ai limiti di sindacabilità da parte del Tribunale del piano, della proposta e dell’attestazione. Nota che l’impegno di SAGITTA a trovare un rifinanziamento per il prestito obbligazionario era obbligazione di mezzi, con obbligo risarcitorio in caso di inadempimento. Sostiene che la probabilità o meno dell’evento - rifinanziamento esula dal perimetro demandato al Tribunale, ma entra nel giudizio di fattibilità economica dell’attestatore, che aveva specificato ampiamente la non vincolatività dell’impegno di SAGITTA, ma l’aveva preso in considerazione quale indicatore della serietà dell’operazione, tenuto anche conto che il rifinanziamento non aveva rilievo per la fattibilità attestata del piano, oltrepassando l’arco temporale del concordato a cui si limitava la valutazione, compresa l’ “analisi di sensitività”, peraltro da non effettuare su ipotesi alternative al piano; osserva che l’attestatore aveva comunque considerato l’insuccesso del rifinanziamento e la conseguente vendita delle azioni di MST, che facendo venir meno “*l’elemento essenziale ed unico che ne caratterizza la continuità aziendale,*” ne avrebbe comportato la liquidazione. Afferma che gli SFP erano stati considerati dall’attestatore motivatamente condividendo le conclusioni della perizia sugli stessi ex art. 160 l.f. e la capacità di S.E.C.I. di soddisfare i creditori anche oltre piano, pur senza un giudizio sulle inerenti proiezioni.

Nega che l’attestazione ultima fosse sottoposta a condizionamenti da altri concordati del gruppo, essendo i relativi eventi “*puntualmente individuati, di probabile realizzazione e circoscritti nel tempo*” e che quindi “*la relazione può essere considerata immediatamente efficace*”, come affermato dallo stesso attestatore. Nega infine che in precedenza i medesimi eventi fossero stati considerati dall’attestatore “*dall’esito particolarmente incerto*”.

2.3.6. **Sulla comparazione col fallimento** (p. 67) S.E.C.I. rileva che il Tribunale doveva consentire ai creditori di scegliere l’alternativa concordataria, da preferire secondo Cass. 4343/2020, e non era competente per ritenere sostanzialmente irrilevante il prospettabile divario del 2% nella soddisfazione dei chirografari (visti anche i tempi assai brevi previsti dallo scenario concordatario), né per ritenere incongruo che la vendita fallimentare delle



azioni MST avrebbe avuto un ricavo inferiore del 20% rispetto alla vendita concordataria, spettando le relative valutazioni ai creditori e all'attestatore.

Aggiunge che la possibilità di beneficiare del consolidato fiscale dipende solo dalla configurazione del concordato come in continuità e non liquidatorio; e che la credibilità dell'apporto dei f.lli MACCAFERRI andava ugualmente valutato solo dai Commissari ex art. 172 l.f. e dai creditori, così come la possibilità di azioni di massa, del resto oggetto di attestazione.

**3. Il FALLIMENTO resiste**, con memoria di 46 pagine, premettendo che la documentazione depositata il 25.2.2021 con la "seconda memoria" modificativa della proposta e piano iniziali del 27.3.2020 - l'unica esaminabile perché prodotta nel termine, prorogato, ex art. 162 l.f. - era priva dei requisiti dell'art. 161 2° co lett. e) l.f. e 186 bis 2° co. lett. a) l.f. e mancava della relazione ex art. 161 3° co. l.f. e quindi *ex se* la domanda era inammissibile.

Aggiunge che, rispetto alla prima versione del 27 marzo 2020, l'accorciamento del piano al 2024 era strumentale alla vendita delle azioni di MST dal 2025 - in forza di un obbligo assunto verso gli obbligazionisti - quindi oltre il piano, e di disporre fuori dal concorso, senza che l'attestatore avesse titolo per pronunciarsi al riguardo.

**3.1. Sulla natura del concordato e la continuità aziendale** (p.13), il FALLIMENTO ritiene che il piano preveda la liquidazione di tutti gli attivi salvo la mera detenzione della partecipazione in MST, senza alcuna creazione di valore ed esclusa qualsiasi attività di gestione e di reale prestazione di servizi a favore della partecipata, e senza alcuna "cessazione dell'azienda in esercizio", visto che non c'è nessuna azienda, ma solo una liquidazione atomistica di partecipazioni, attraverso il "Centro servizi"<sup>4</sup>: struttura in costante perdita e con funzioni non diverse dalla liquidazione di S.E.C.I. e delle sue partecipate.

Sostiene che non può costituire continuità aziendale il "residuo" consistente nella partecipazione MST, in un solo dipendente rimasto e nel consolidato fiscale con la detta unica partecipata; che la partecipazione ai dividendi (di MST) non è attività organizzata, e

---

<sup>4</sup> Il cui temporaneo supporto amministrativo secondo il FALLIMENTO non ne fa un indice di continuità d'impresa, dovendo anzi cessare entro l'orizzonte del piano, salvo tre dipendenti che rimarrebbero per SAMP, il cui concordato preventivo potrebbe cessare prima.



mantenere la partecipazione non è un vantaggio della continuità rispetto alla dismissione immediata; che il consolidato fiscale presuppone, e non comporta, la continuità aziendale.

Lo scenario proposto da S.E.C.I. secondo il FALLIMENTO comporta perdite per oltre 16 mln di euro come differenza fra i riaddebiti alle società partecipate e i maggiori costi di S.E.C.I., sempre in perdita anche da sola; mentre i proventi derivanti da MST non dipendono per nulla da attività di S.E.C.I. Conclude che non veniva assicurata la percentuale del 20% in denaro, come richiesto dalla norma sul concordato liquidatorio.

3.2. Quanto alla **transazione con gli obbligazionisti** (p. 20) il FALLIMENTO sostiene la revocabilità, del prestito obbligazionario del 2019, contratto a ridosso della procedura di concordato in bianco e con diversi profili di illegittimità a suo tempo prospettati dalla stessa ricorrente e dagli attestatori. Afferma anche che gli interessi riconosciuti nella transazione fino al 2024 sarebbero di euro 26,2 mln, mentre quelli convenzionali ex art. 55 l.f. e 2788 c.c. per un solo anno sarebbero di euro 6,8 mln, trascurabili quelli successivi legali; che la conservazione della partecipazione è possibile anche col fallimento; che il ricavato residuo dalla vendita oltre il 2024 andrebbe ai chirografari solo come rendimento degli SFP, mentre col fallimento andrebbe direttamente e integralmente agli stessi creditori. Rileva che neppure l'attestatore si era spinto a ritenere probabile il rifinanziamento di cui alla proposta SAGITTA, e che non vi era motivo per svolgere vendita competitiva oltre il piano; che infine la vendita nel 2025 poteva essere soggetta a pressione per l'obbligo di rimborso del prestito entro lo stesso anno, e che spostarla nel tempo aumentava l'aleatorietà dell'esito.

Nota poi che la rinuncia degli obbligazionisti MACCAFERRI (tramite IMAC SRL) non è significativa, trattandosi di crediti postergati, come indicato dallo stesso attestatore.

3.3. **Sull'offerta SAGITTA** (p. 24) nota che la condizione posta di assenza di incremento del passivo delle controllate oltre il 5% al momento dell'omologa avrebbe richiesto una valutazione delle stesse da parte dell'attestatore, invece del tuteo mancante.

Aggiunge che l'obbligazione di mezzi inerente il rifinanziamento era solo ritenuta credibile dall'attestatore, senza alcun giudizio di probabilità.

Nota infine la contraddittorietà della clausola di condizione sospensiva del pegno sulle azioni S.E.C.I. ad intervenuta omologazione rispetto a quella della sua efficacia entro l'omologa.



3.4. **Sugli SFP** (p. 25), nota che il perito si era basato per valorizzarli non sugli utili distribuibili, ma ai flussi di cassa S.E.C.I., che includevano gli incassi dei crediti da consolidato fiscale, già rilevati in bilancio; che in caso di vendita all'inizio del 2025, nessun dividendo per l'esercizio sarebbe conseguito, e quindi nessun diritto maturerebbe per i possessori.

Aggiunge che nella perizia sugli SFP fatta propria dall'attestatore, era ipotizzata una vendita oltre il piano per 114 mln, mentre il valore delle stesse era prospettato nel bilancio al 31.12.2024 per euro 132 mln, generandosi così un perdita e non un utile.

Rileva che non potevano essere distribuiti i ricavi della vendita di azioni, ma solo gli utili conseguenti, ben diversamente da una vendita in sede liquidatoria, cui conseguirebbe un pari diritto di ripartizione dei creditori.

Ribadisce che non era stato data ai creditori alcuna informativa sulle prospettive di remunerazione degli SFP in caso di mancato rifinanziamento.; e che gli SFP rimanevano dipendenti dall'assemblea di S.E.C.I., senza che l'impegno di un obbligo statutario di distribuzione fosse stato previsto o approvato e tantomeno le relative condizioni.

3.5. **Sul miglior soddisfacimento dei creditori e la comparazione col fallimento** (p. 32), condizione di ammissibilità del concordato, il resistente deduce che nel fallimento la percentuale ai chirografari sarebbe almeno del 28%, assai superiore al 16%+ 5,86% proposto, mentre la stessa differenza attestata sarebbe dello 0,3% (16%-15,7%), e identico l'eventuale effetto dell'emergenza pandemica.

Censura i risultati dell'attestazione quanto ai possibili ricavati delle vendite concordatarie e fallimentari<sup>5</sup> e delle azioni di responsabilità, immotivatamente sottostimate, e afferma sovrastimato il passivo in relazione ai debiti postergati verso soci. Rileva incoerenze tra la perizia del prof. SANTINI sulla partecipazione MST e la perizia del prof. SALVI sul valore

---

<sup>5</sup> Fra cui deduce l'illogicità di una sottostima di incasso di crediti verso SECI RE, sottoposta a piano attestato di risanamento in corso di regolare adempimento, solo perché la partecipazione in questa dovrebbe essere venduta; così per TERMICA COLLEFFERRO e TERMICA CELANO, già vendute dal FALLIMENTO per importi superiori.



degli SFP<sup>6</sup>, non rilevate né sanate dall'attestatore, che ha rilevato anzi una diversa percentuale da presunto impatto pandemico; conclude per un maggior valore di MST per 44 mln.

Sulle azioni di responsabilità, premessa la pacifica censurabilità se non altro del prestito obbligazionario e a parte la possibile degradazione a chirografo nel fallimento, nota l'incongruenza della valutazione dell'attestatore quanto agli esiti sugli organi amministrativi (divario tra i crediti per emolumenti in ipotesi da disconoscere, e patrimonio che dovrebbe garantire l'apporto dei MACCAFERRI al piano e all'offerta SAGITTA).

Nota infine che i crediti postergati dei MACCAFERRI relativi al prestito obbligazionario chirografario non erano stati considerati tali dall'attestatore nel presunto passivo fallimentare (rinunciati in quello concordatario).

3.6. **Sull'attestazione** (p.40) richiama le lacune: sul meccanismo degli SFP; riguardo ai riflessi sugli stessi del possibile mancato rifinanziamento del prestito obbligazionario; sull'avveramento delle condizioni di efficacia inerenti l'incremento del passivo dell'offerta SAGITTA; riguardo la mancata attestazione del ristabilimento dell'equilibrio finanziario al termine del piano, con incompletezza della valutazione di idoneità al risanamento; sul rischio di mancato riconoscimento del consolidato fiscale da parte del Fisco, che neppure era stato coinvolto con interpello; riguardo alla motivazione sulla dedotta continuità aziendale.

3.7. **Sull'abuso del concordato** (p. 43) richiama la tempistica della procedura e la costruzione "barocca" del piano, la sequenza di per sé abusiva delle proposte, tali da non consentire al tribunale di esaminare con i dovuti approfondimenti l'unica che doveva essere presentata.

4. **Il PM in persona del Procuratore Generale**, con memoria 4.11.2021 ha dichiarato di "non avere intenzione di costituirsi" pur "opponendosi all'accoglimento del reclamo"<sup>7</sup> e depositando documenti.

L'udienza di discussione del reclamo si è svolta in presenza il 12.11.2021 con contestuale previa acquisizione dei fascicoli telematici del primo grado (prefallimentare RG 72/2020 Trib.

---

<sup>6</sup> Per la diversità dei tassi di interesse per attualizzare i flussi prospettici di MST (8,44%) e degli SFP (5,6 %) che dovrebbero casomai essere superiori per gli SFP, dipendenti da MST e con rischi più elevati.

<sup>7</sup> In quanto "si palesa evidente la strumentalità della condotta posta in essere dagli amministratori della società fallita nel chiedere più volte la procedura concordataria, al solo scopo di ritardare o di evitare addirittura la dichiarazione di fallimento, e ciò nonostante ne fossero evidenti presupposti e non fosse praticabile una ragionevole speranza di superare la condizione non temporanea di dissesto, irreversibile sia sul piano finanziario che patrimoniale"



e del concordato RG 14/2020 Trib.; cfr. comunque Cass. 11216/2021 sulla acquisizione “d’ufficio”).

5. **Il reclamo**, pur pregevolmente argomentato, **non può essere accolto**.

Si premette che non sono contestati, né oggetto di specifico gravame, le conclusioni del Tribunale sui presupposti in senso stretto del fallimento (qualità di imprenditore commerciale, soglie ex art. 1 l.f., limite ex art. 15 u.c. l.f., insolvenza), del resto ampiamente risultanti dagli stessi ricorsi, piani, proposte e documenti prodotti dalla reclamante per l’ammissione al concordato preventivo, la cui ultima proposta asseritamente migliorativa prevede un pagamento, anche tramite un soggetto terzo interveniente ed altre modalità, solo di una determinata percentuale ai creditori chirografari ed entro diversi termini. Il PM ha del resto rilevato che il patrimonio netto di S.E.C.I. è negativo dal 2018 sino ad una situazione evidenziata al 30.9.2019 da S.E.C.I. per oltre 119 mln di euro. L’attestatore prof. DALLOCCHIO riporta (p. 199 attestazione) una “situazione di partenza” al 27.3.2020 *ante* rettifiche, di un patrimonio netto negativo per oltre 223 mln (e di oltre 474 mln dopo le rettifiche conseguenti al piano; dati conformi all’aggiornamento di piano, p. 70).

La materia del contendere riguarda invece la dichiarata inammissibilità del concordato per le plurime ragioni esposte dal primo giudice.

5.1. Seguendo la sentenza gravata e il reclamo in ordine logico, questa Corte osserva innanzitutto che l’esame dell’**iter procedimentale** seguito in primo grado e delle relative tempistiche (**secondo motivo di reclamo**) non consente di addivenire a conclusioni diverse da quelle tratte dal primo giudice quanto al mancato rispetto dei termini concessi e alle relative conseguenze.

Dopo la dichiarata inammissibilità del primo concordato con riserva per inutile decorso del termine il 17.1.2020, in pendenza dell’istanza di fallimento del PM del 13.2.2020, S.E.C.I. presentò ricorso “pieno” il 27.3.2020 con allegata documentazione (fra cui piano, attestazione), cui seguì richiesta (evidentemente ex art. 162 l.f.) di chiarimenti del Tribunale prima del 15.6.2020, poi del 13.7.2020, con termine sino al 25.10.2020. Il termine venne prorogato con provvedimento 3.11.2021, su istanza dell’odierna reclamante del 25.10.2020 di cui alla “prima memoria integrativa” - nella quale venivano forniti parte dei chiarimenti richiesti - , sino al 25.2.2021; S.E.C.I. chiese poi ulteriore proroga il 15.2.2021 (dopo aver





chiesto autorizzazione alla sostituzione dell'attestatore il 14.12.2020, concessa dal Tribunale il 2.2.2021) al fine di consentire all'attestatore di completare la sua attività e dando atto che il piano e la proposta erano ancora in via di definizione su alcuni aspetti rilevanti: proroga non accordata dal giudice *a quo*, non costituendo la sostituzione dell'attestatore motivo per ulteriori rinvii, ed avendo la società già beneficiato di un notevole lasso di tempo per presentare integrazioni e chiarimenti. Il 25.2.2021 S.E.C.I. depositò una seconda memoria in cui delineava una nuova proposta, depositava un piano ("*in bozza*" secondo la stessa reclamante) e rinviava all'attestazione la definitiva percentuale promessa ai chirografari e obbligatoria, limitandola "*esclusivamente alla percentuale di soddisfacimento che verrà attestata*".

Seguirono una terza e una quarta memoria integrativa, l'una a ridosso dell'ultima udienza di concordato - e prefallimentare - del 18.5.2021, già rinviata d'ufficio dal 23.3.2021 (esito: riserva), e l'altra il 25.6.2021 (poco prima della decisione in camera di consiglio a seguito della riserva d'udienza) rispettivamente (fra l'altro) con proposta, "aggiornamento di piano" e attestazione; e (fra l'altro) con integrazione dell'attestazione e dell'offerta del terzo SAGITTA. Terza e quarta memoria non autorizzate, e con autorizzazione neppure richiesta.

Poiché il primo ricorso "completo" era stato oggetto delle richieste del Tribunale, con termine ex art. 162 l.f. prorogato sino al 25.2.2021, ma nelle more della risposta alle stesse la debitrice aveva ritenuto in concreto che la prima proposta non fosse più attuale e andasse in senso sostanziale modificata (anche perché il primo soggetto terzo interveniente aveva ritirato la sua disponibilità e quindi la prima versione di proposta e piano pacificamente non erano più fattibili, ed erano state raccolte altre offerte), è evidente che il Tribunale avrebbe dovuto in ipotesi esaminare la proposta aggiornata o modificata in modo rilevante (cfr. narrativa delle parti e della sentenza gravata), in vista della quale la stessa società aveva richiesto proroga sin dal 25.10.2020.

Il termine ordinatorio ex art. 162 l.f. non più prorogato scade il 25.2.2021, quando con la "seconda memoria integrativa" fu tuttavia pacificamente presentato un piano incompleto, senza attestazione e con una seconda proposta solo "*in bozza*" *ex ore actoris*.

Come è noto, la scadenza del termine ordinatorio ex art. 154 c.p.c. non è senza conseguenze, poiché in difetto di una istanza di proroga (accolta), si verifica il medesimo effetto preclusivo

della scadenza del termine perentorio; e va anche ribadito che il termine ex art. 162 l.f., il cui scopo è proprio quello di consentire possibili integrazioni al piano e la produzione di nuovi documenti (cfr. Cass. 3586/2011) è espressione di un potere discrezionale, il cui omesso esercizio non necessita di motivazione, né è censurabile in sede di legittimità (Cass. 21901/2013, 11882/2020).

Sicché tale solo fatto in relazione alla scansione temporale di cui si è detto, ha impedito l'ammissione al concordato, chiesto sulla base di una proposta concretamente ed insanabilmente incompleta (quella di cui alla seconda memoria integrativa) e/o radicalmente inattuabile (quella di cui al primo ricorso originario completo).

Non colgono perciò nel segno i rilievi della società di cui al secondo motivo di reclamo, attinenti la locuzione di cui all'art. 161 l.f. 1° co. ("*all'esito del procedimento*"), poiché rimane il fatto che non essendo state autorizzate né concesse le ulteriori memorie ed integrazioni, le stesse *non potevano più entrare* nel procedimento inerente la decisione sull'ammissione alla procedura. Suggestiva quindi al riguardo, ma inconferente, anche la deduzione per la quale modifiche della proposta sono possibili ex art. 161 c. 3 l.f. (non sono vietate neppure dopo l'ammissione, ex art. 172 c. 2 l.f.), considerato sempre il fatto che il procedimento - seppure poco formalizzato e con applicabilità degli artt. 738 e ss. c.p.c. - deve svilupparsi attraverso scansioni definite e ordinate, sotto la direzione dell'organo giudicante: principi processuali che non possono essere puramente e semplicemente obliterati dal generale richiamo alla indubbia e perdurante *ratio* privatistica/contrattualistica dell'impianto normativo del concordato preventivo riformato *post* 2005/2006/2007 e ancora in incessante evoluzione, fino al CCII e al d.l. 118/2021.

Non può poi ovviamente avere effetto "scriminante" dal punto di vista processuale l'interlocuzione coi precommissari<sup>8</sup> sin anche in pendenza della riserva di decisione presa dal Tribunale all'ultima udienza del 18.5.2021, o tantomeno la corrispondenza e le coeve istanze del potenziale *competitor* APOLLO.

---

<sup>8</sup> Nominati dal Tribunale in epoca successiva alla presentazione della domanda "piena", e coincidenti con quelli già designati nel precedente concordato con riserva.



5.2. Connessa alla questione appena esaminata è quella **dell'abuso dello strumento concordatario (primo motivo di reclamo)**, ravvisato dal primo giudice nella condotta processuale della reclamante.

L'abuso, sottospecie della più vasta categoria dell'abuso del diritto<sup>9</sup>, come noto ricorre secondo la giurisprudenza quando lo strumento concordatario viene utilizzato non per regolare la crisi d'impresa attraverso un accordo coi creditori, ma con il palese scopo di differire l'istanza di fallimento (cfr. Cass. SSUU 9935/2015 e successive<sup>10</sup>, cfr. Cass. 5677/2017, 25210/2018, 30539/2018, 8982/2021).

Nel caso concreto S.E.C.I. presentò domanda di concordato con riserva nel maggio 2019, dichiarato inammissibile per decorso del termine nel gennaio 2020; depositò domanda "piena" il 27.3.2020, lo stesso giorno di scadenza del termine per memoria difensiva di costituzione nel procedimento prefallimentare nel frattempo iniziato su richiesta del PM del 13.2.2020, e 7

---

<sup>9</sup> Cass. 20106/2009: *Si ha abuso del diritto quando il titolare di un diritto soggettivo, pur in assenza di divieti formali, lo eserciti con modalità non necessarie ed irrispettose del dovere di correttezza e buona fede, causando uno sproporzionato ed ingiustificato sacrificio della controparte contrattuale, ed al fine di conseguire risultati diversi ed ulteriori rispetto a quelli per i quali quei poteri o facoltà furono attribuiti. Ricorrendo tali presupposti, è consentito al giudice di merito sindacare e dichiarare inefficaci gli atti compiuti in violazione del divieto di abuso del diritto...a prescindere dall'esistenza di una specifica volontà di nuocere, senza che ciò costituisca una ingerenza nelle scelte economiche dell'individuo o dell'imprenditore, giacché ciò che è censurato in tal caso non è l'atto di autonomia negoziale, ma l'abuso di esso...*"

<sup>10</sup> Cass. SSUU 9935/2015 : *"La domanda di concordato preventivo, sia esso ordinario o con riserva, ai sensi dell'art. 161, sesto comma, legge fall., presentata dal debitore non per regolare la crisi dell'impresa attraverso un accordo con i suoi creditori, ma con il palese scopo di differire la dichiarazione di fallimento, è inammissibile in quanto integra gli estremi di un abuso del processo, che ricorre quando, con violazione dei canoni generali di correttezza e buona fede e dei principi di lealtà processuale e del giusto processo, si utilizzano strumenti processuali per perseguire finalità eccedenti o deviate rispetto a quelle per le quali l'ordinamento li ha predisposti."*

Costituiscono fattispecie di abuso per Cass. 30539/2018 un caso in cui la debitrice, nonostante la possibilità concessale di integrare e modificare la proposta concordataria iniziale, aveva depositato una seconda domanda di concordato dopo la deliberazione della sentenza dichiarativa di fallimento, ma prima della sua pubblicazione; per Cass. 25210/2018, la riproposizione, pochi giorni dopo la risoluzione del concordato inizialmente omologato ma rimasto inadempito, di una ulteriore domanda di concordato, priva di ogni elemento di novità; per Cass. 5677/2017, la rinuncia ad una prima proposta di concordato e la presentazione di altra proposta concordataria dopo il trasferimento della sede legale all'estero e in presenza di talune istanze di fallimento; per Cass. 7117/2020, la presentazione della domanda anticipata di concordato all'ultimo momento utile, che può concorrere a dimostrare, unitamente ad altri elementi atti a rappresentare in termini abusivi il quadro d'insieme in cui l'iniziativa è stata assunta, il perseguimento di finalità dilatorie del tutto diverse dall'intenzione di regolare la crisi d'impresa.



giorni prima della relativa udienza, con parallela e contemporanea richiesta di previo esame della proposta di concordato; il quale si svolse con l' *iter* descritto *sub* 5.1.

Orbene, se è vero che la situazione presentava aspetti di particolare complessità fra l'altro per il numero di imprese gestite dalla *holding* indirettamente coinvolte ("effetto domino"), per i negoziati pendenti con l'"Ad Hoc Group", per il contenzioso con gli obbligazionisti di cui al prestito di poco antecedente la prima domanda di concordato con riserva, per il susseguirsi della necessità di esaminare le offerte o possibili offerte di soggetti terzi interessati (Fondi CARLYLE, TACONIC, APOLLO, SAGITTA) in successione o parallele, per la sostituzione dell'attestatore; è pure altrettanto vero che la domanda piena succedette con rapidità e quasi senza soluzione di continuità a quella con riserva, sotto l'incombere della richiesta di fallimento, e ne seguì per quasi un anno (sino al febbraio 2021) un periodo deputato unicamente al riscontro dei chiarimenti e integrazioni voluti dal Tribunale e alla possibile formulazione di una sostanziale modifica di piano e proposta, con correlata necessità (di aggiornamento o) di nuova attestazione.

Scaduto il termine non prorogato per chiarimenti o modifiche, la società ha però ciononostante continuato a depositare memorie nel corso della residua parte del procedimento (spazio temporale sino all'ultima udienza fissata e rinviata contemporaneamente per prefallimentare e concordato; spazio temporale tra la riserva assunta in udienza e la decisione definitiva) con modifiche anche sostanziali di proposta e piano, nuovi documenti, nuova attestazione e *addendum* alla nuova attestazione.

Al riguardo va pure notato che la sostituzione dell'attestatore non appare necessitasse in senso stretto dell'autorizzazione del Tribunale, riferendosi l'art. 161 7° co. l.f. al concordato con riserva, e l'art. 167 l.f. alla fase successiva all'ammissione; i possibili risvolti in tema di inefficacia, revocatoria, prededucibilità in caso di successivo fallimento riguardando, per così dire, autonome scelte di "autotutela" dello stesso debitore, il che fa ritenere e conferma che il periodo intercorrente tra la richiesta della detta autorizzazione e il suo rilascio rientri pienamente nel perimetro della disponibilità concessa per i chiarimenti e le integrazioni ritenute necessarie.

Quanto ai rilievi della società di cui a p. 30-31 del reclamo, (a) non è necessario che sia specificamente dimostrato vi sia stato un "maggior danno" per i creditori, o che siano stati



commessi nel frattempo atti in violazione della *par condicio*, considerati gli effetti automatici ex artt. 168 e 169 l.f. e comunque il rilevante periodo di tempo trascorso, compresa la fase del concordato in bianco (da maggio 2019 a luglio 2021), e ciò “*a prescindere dall'esistenza di una specifica volontà di nuocere*” (cfr. Cass. 2106/2009 cit.); (b) non è possibile affermare che si trattasse di modifiche migliorative – in tesi incompatibili con l’abuso - rispetto alla prima proposta e piano, ormai sfumata, semplicemente perché i rilievi sostanziali di cui si dirà mettono in dubbio la legittimità e la fattibilità giuridica della proposta e del piano anche come da ultimo “fissati” con la quarta memoria integrativa; (c) il fatto che nessun creditore abbia presentato istanza di fallimento è circostanza soggettivamente irrilevante, se si considera la circostanza oggettiva appena esposta sub (a), mentre di fatto ovviamente il susseguirsi di memorie e proposte ha ritardato il vaglio e la decisione sulla richiesta di fallimento; (d - e) non sono solo i commissari ad aver dovuto esaminare integrazioni e chiarimenti in tempi brevissimi, a parte le continue allegate interlocuzioni, ma è lo stesso Tribunale che si è trovato a più riprese a dover vagliare complesse problematiche portate da memorie e documenti a ridosso dei termini e delle udienze fissate (o a termini scaduti), con ripetuti cambiamenti di scenari, integrazioni e ripensamenti.

In sintesi, sono al riguardo invece condivisibili le argomentazioni del FALLIMENTO per le quali deve essere valutato anche l’inutile lasso di tempo del concordato con riserva, il Tribunale deve esaminare una sola proposta e piano di concordato, e c’è l’obbligo del debitore, secondo correttezza e buona fede, di predisporre sin dall’inizio (dall’emersione della crisi) una domanda completa e potenzialmente idonea ad essere ammessa (e dopo l’ammissione, vagliata e possibilmente approvata e omologata): invece al 15.2.2021 e al 25.2.2021 piano e proposta erano incompleti, l’attestazione (nuova o modificata) non predisposta, la percentuale ai chirografari neppure determinata. La sequenza di proposte appare poi in effetti di per sé abusiva, poiché se non ha impedito almeno ha ostacolato notevolmente l’esame del Tribunale (costretto a “inseguirle”, a partire dalla richiesta di ben 158 chiarimenti nel luglio 2020 sulla prima proposta “piena”, dopo udienze interlocutorie) e si è risolta in utilizzo del procedimento a proprio vantaggio per modificare più volte atti e documenti su cui gli altri soggetti dovevano pronunciarsi.



Rimane quindi corretta nei limiti di quanto sopra osservato la conclusione per la quale vi è stata violazione “dei principi di lealtà processuale e del giusto processo” utilizzando “strumenti processuali per perseguire finalità eccedenti o deviate rispetto a quelle per le quali l'ordinamento li ha predisposti.” (Cass. SSUU cit.).

5.3. Il terzo motivo di reclamo, è parimenti inaccoglibile.

Comporta l'esame dell'ultima versione della domanda con piano e proposta ad esito della terza e quarta “memoria integrativa”: domanda di cui deve essere confermata nel merito l'inammissibilità, se anche non la si ritiene tardiva o abusiva.

5.3.1. Ulteriore questione da sola dirimente (come del resto ciascuna di quelle precedenti e molte di quelle seguenti) riguarda la **qualifica** del concordato come connotato da **continuità aziendale (primo punto del terzo motivo di reclamo)**.

Va premesso che anche secondo la giurisprudenza citata dalla ricorrente (Cass. 734/2020 cui è seguita Cass. 23139/2020) il regolamento ex art. 186 bis l.f. prevale pure in caso di concordato “misto” “salvi i casi di abuso dello strumento”, questo nel caso concreto inteso come cornice normativa, procedurale e sostanziale, del concordato in continuità.

Inoltre, come notò il Tribunale, il criterio distintivo va ricercato secondo la Suprema Corte, nella funzionalità dei beni residui all'effettivo persistere di una autonoma rilevanza dell'attività d'impresa<sup>11</sup>, e contemporaneamente e inscindibilmente al miglior soddisfacimento dei creditori<sup>12</sup>. Sulla base di tali premesse, questa Corte ritiene condivisibili

---

<sup>11</sup> Cass. 734/2020 “Il dato normativo non evoca alcun rapporto di prevalenza di una parte dei beni rispetto all'altra a cui è riservata diversa sorte, ma fa riferimento alla liquidazione dei beni “non funzionali all'esercizio dell'impresa”, implicitamente ritenendo che quelli funzionali siano invece destinati alla prosecuzione dell'attività aziendale. La regola prevista dalla norma non riguarda la quantità delle porzioni a cui sia affidato un diverso destino (e la conseguente prevalenza dell'una rispetto all'altra in funzione delle risorse da devolvere alla soddisfazione dei creditori), ma la funzionalità di una porzione dei beni alla continuazione dell'impresa in uno scenario concordatario. Si tratta di una clausola elastica, fondata su un criterio qualitativo piuttosto che quantitativo, che investe una parte dei beni aziendali, da apprezzarsi non nella loro mera materiale consistenza, ma in funzione, per la porzione non destinata alla vendita, della possibilità di poter essere organizzati, ex art. 2555 cod. civ., per l'esercizio dell'impresa o di una sua parte. La norma dunque non pone una distinzione fra gruppi di beni, ma fra beni da liquidare e beni organizzabili e organizzati per la continuità dell'impresa. Il parametro della funzionalità impone perciò all'interprete di indagare l'effettivo persistere di una continuità d'impresa che, sia pur in misura limitata o ridotta a taluni rami o sedi, assuma una sua autonoma rilevanza in termini economici ed a cui i beni sottratti alla liquidazione siano effettivamente strumentali.”

<sup>12</sup> Ancora Cass. 734/2020: “nell'ambito di un concordato in continuità che preveda la dismissione di una porzione di beni, se un'impresa o una parte di un'impresa deve continuare a esistere in termini di attività ...il

le conclusioni del giudice *a quo*, per le quali i beni e le attività previste come residue non costituiscono di per sé, secondo il criterio funzionale di cui sopra, una attività aziendale organizzata, tantomeno volta a (o compatibile con) il miglior soddisfacimento dei creditori.

Se quindi è vero che l'attività di *holding* è impresa astrattamente perseguibile e che in concreto ne è stata prevista la prosecuzione attraverso il "Centro servizi" di S.E.C.I., è altrettanto vero che nel piano detta attività prosegue in una prospettiva eminentemente liquidatoria. Infatti la precedente attività di dismissione quando S.E.C.I. era *in bonis* non può essere paragonata a quella programmata nel concordato, dove la reclamante non allega, accanto alle dismissioni, anche acquisizioni, ma piuttosto ad una attività liquidatoria, seppure "ordinata" (di pari passo con il ridimensionamento del Centro servizi, strumentale alle liquidazioni, sino alla sua sostanziale cessazione, cfr. p. 260, 299 e 300 dell'attestazione), in teoria non dissimile da uno scenario fallimentare: sicché non corrobora le tesi di S.E.C.I. il fatto che sia stato disposto un conforme esercizio provvisorio dal FALLIMENTO, peraltro *ex lege* (art. 104 l.f.) subordinato non al vantaggio dei creditori come nel concordato in continuità, ma (in negativo) alla necessità di evitare un danno grave e alla condizione dell'assenza di pregiudizio per i creditori.

Inoltre è pure pacifico che il "Centro servizi", generi, anche nel tempo, perdite e non flussi di cassa per i creditori, e che i suoi dipendenti cessino di pari passo con le dismissioni, sino a ridursi da oltre 80 a 4, di cui tre in funzione di SAMP, destinata pure alla dismissione.

In proposito non coglie nel segno la difesa di S.E.C.I. laddove ritiene in sostanza fisiologico che un ramo di azienda sia in perdita purché il complesso non lo sia, poiché il "Centro servizi" nella sua stessa prospettazione costituirebbe la sola struttura effettivamente operativa dell'azienda in continuità. Quel che residua allora è solo la percezione di utili dalla controllata

---

*rischio di impresa incontra il limite della manifesta dannosità per i creditori (ex art. 186-bis, ultimo comma, legge fall.), dei quali invece deve essere necessariamente assicurato il miglior soddisfacimento (come indicato dal comma 2, lett. b, della medesima norma). L'inclusione di un concordato così strutturato nel novero del concordato con continuità comporta perciò l'introduzione di una precisa connotazione di portata generale, costituita dalla clausola del miglior soddisfacimento dei creditori, che caratterizza e limita (secondo modalità differenti dalla soglia minima prevista dall'art. 160, comma 4, legge fall., in ragione della peculiarità dell'istituto) la procedura in termini costanti, stringenti e ineludibili."*



MST e il connesso beneficio da “consolidato fiscale” (o tassazione di gruppo) IRES<sup>13</sup>, conseguibile questo da S.E.C.I. solo in caso di vero concordato in continuità, ovvero di prosecuzione dell’esercizio dell’impresa, e non di sua “liquidazione giudiziale”: in prospettiva effettivamente rovesciata, dal punto di vista logico, rispetto alle allegazioni della ricorrente.

Si tratta all’evidenza di posizioni di rendita, per le quali non è necessaria alcun tipo di attività aziendale o di organizzazione, mentre le strutture residue, se anche coerenti con la pregressa attività d’impresa, non generano alcuna utilità per i creditori.

Quanto alle deduzioni della reclamante in ordine alla continuità *indiretta*, ovvero alla “*cessione dell’azienda in esercizio*” di cui all’art. 186 bis c.1. l.f. , va osservato che in concreto il piano non la prevede affatto, e che nell’orizzonte dello stesso è propriamente da escludere che appunto ci si trovi di fronte ad una “azienda in esercizio” (intesa secondo il concetto di *going concern*).

In merito infine al *miglior soddisfacimento dei creditori*, pure necessario ai fini della continuità rispetto all’alternativa liquidatoria, le deduzioni della ricorrente tratte dall’ultima attestazione (p. 412- 413) appaiono o generiche e ipotetiche (punto (iii) sul maggior realizzo dei crediti a seguito dell’ “eventuale” mantenimento in vita di una struttura a ciò deputata, e punto (v), elementi “che sfuggono ad una analisi differenziale”), o collegati a grandezze economiche non stimabili o inattendibilmente stimate o valutate (punto (i) sui flussi di cassa e punto (ii) sui maggiori realizzi da vendite in sede di continuità anziché di liquidazione fallimentare, v. oltre), o infine di esito non radicalmente diverso quanto ai rapporti di lavoro, atteso che lo stesso piano prevede la - al più - graduale cessazione degli stessi, e non vi è concreta differenza rispetto agli esiti di un esercizio provvisorio in sede fallimentare.

Nota infine il FALLIMENTO che il margine netto da attività d’impresa nel piano (pag. 114) rimane negativo per oltre 16 mln di euro (torna positivo coi proventi da partecipazioni, evidentemente soprattutto di MST) e rimane tale anche a fine piano (p. 143); che nella

---

<sup>13</sup> Pag. 214 attestazione DALLOCCHIO: “Il Piano in sintesi prevede: la continuità di SECI come holding di partecipazioni, seppur nell’ambito di un processo di progressiva riduzione del perimetro del Gruppo attraverso dismissioni e liquidazioni di attivi diversi e di società partecipate, con l’obiettivo del mantenimento anche oltre l’Orizzonte di Piano della partecipazione diretta e indiretta in MST, al fine di poter beneficiare sia del flusso di dividendi del periodo, sia dei benefici derivanti dal Consolidato Fiscale Nazionale...”



prospettiva di piano anche la “*Business Unit*” holding (oltre al Centro servizi) rimane in perdita costante (pag. 77 -79 piano; cfr. prospetto a p. 19 comparsa del resistente), e che infine non è affatto scontato che una vendita immediata di determinati cespiti (partecipazioni, immobili e quant’altro) sia meno conveniente di una vendita differita nel tempo che sconta l’alea del rischio macroeconomico e della situazione e quindi della variabilità del valore del singolo bene.

La conseguenza è che la qualificazione del concordato come sostanzialmente liquidatorio non solo fa ritenere radicalmente inattendibili (perché non spettanti) i proventi attesi da consolidato fiscale, ma ne determina l’inammissibilità, in quanto la proposta finale intendeva assicurare ai chirografari una percentuale di *pagamenti* inferiore al limite di legge del 20% , ex art. 160 u.c. l.f. (sarebbe prima del 17,7%<sup>14</sup> poi, come attestato, del 16% entro il 2024, oltre agli SFP, che non sono “pagamento” in senso stretto, tantomeno “assicurato”; ovvero del 15,5% entro sei mesi dall’omologa con cessione del credito a SAGITTA).

5.3.2. Il **secondo punto del terzo motivo di reclamo** riguarda la valutazione del Tribunale sulla **transazione con gli obbligazionisti con pegno** sulla partecipazione in MST, in sentenza ritenuta non autorizzabile.

Va al riguardo premesso che l’esame concerne un singolo atto che la società assume essere stato necessario intraprendere anche prima dell’ammissione, e in ogni caso attiene a valutazioni di fattibilità giuridica quanto all’applicazione dell’art. 55 l.f. , e di convenienza quanto agli altri aspetti, tuttavia scrutinabili in quanto riguardanti il miglior soddisfacimento dei creditori nell’ipotesi di continuità aziendale presupposta dalla stessa reclamante.

In proposito - fermo restando che agli obbligazionisti con pegno viene riservato nei fatti anche nell’ultimo piano e proposta un trattamento *extraconcorsuale* e che l’originaria operazione di prestito obbligazionario per euro 90 mln. di gennaio - marzo 2019 era caratterizzata, secondo il primo e il secondo attestatore e la stessa debitrice, da “*elevato grado di anomalia e da non irrilevanti profili di invalidità e abuso del diritto*”<sup>15</sup> - non è corretto affermare l’irrelevanza della mancata applicazione dell’art. 55 l.f., laddove la reclamante assume la convenienza in punto di interessi rinunciati a seguito della transazione (tasso da 8,5% annui a 6%) rispetto

<sup>14</sup> Integrata l’offerta SAGITTA in caso di ammissione al concordato preventivo di ENERRAY SPA.

<sup>15</sup> Cfr. anche il parere del prof. GALLETTI doc. 41 reclamo, che peraltro evidenzia le difficoltà del contenzioso.

alla misura e al periodo di cui agli artt. 55, 54 (e 169) l.f. e 2788 c.c. senza fornire, come si esprime il resistente, una valutazione della misura degli interessi in entrambe le ipotesi, che secondo il FALLIMENTO sarebbero nel primo caso di 26,2 (cfr. p.80 aggiornamento del piano) - 31,2 mln, e nel secondo di 6,8 quanto agli interessi convenzionali ex art. 2788 c.c.. In secondo luogo non viene considerato che la rinuncia di IMAC – dei f.lli. MACCAFERRI - alla propria quota di obbligazioni (euro 10 mln nominali) non sconta la probabile ipotesi di ricondurre detta quota nell’ambito dei finanziamenti postergati, come ritenuto dallo stesso attestatore (p. 419 attest. DALLOCCHIO).

Non è invece davvero comprensibile (p. 46 reclamo) perché la transazione si sarebbe dovuta autorizzare, anche se *non conveniente* per i creditori: non certo ex art. 167 l.f. (in fase post-ammissione peraltro), e in tal caso non potendo davvero contraddittoriamente configurarsi l’interesse del miglior soddisfacimento dei creditori ex art. 182 *quinquies* 5° co. l.f. in assenza di prestazioni di beni/servizi, di prova dell’essenzialità del “pagamento preferenziale” e infine di specifica attestazione.

Se è vero poi che il rifinanziamento del prestito obbligazionario è alternativo alla vendita della partecipazione (cfr. accordo transattivo doc. 7 S.E.C.I., se non altro perché ovviamente consentirebbe di pagare il capitale), ma non è stato attestato come probabile (p. 22 e 394 attestazione) va comunque infine notato, quanto alla vendita competitiva da effettuare *dopo* la scadenza del piano, che non se ne vede il vantaggio rispetto ad una più ravvicinata vendita competitiva concorsuale, il cui ricavato come nota il FALLIMENTO, andrebbe per intero ai chirografari senza assumere la veste di eventuale rendimento degli SFP, e con minori incertezze, quanto al valore di vendita, dovute al trascorrere degli anni e al possibile cambiamento dell’orizzonte macroeconomico.

### 5.3.3. Il terzo punto del terzo motivo inerisce il contenuto **dell’intervento e dell’impegno di SAGITTA.**

E’ vero che l’offerta vincolante SAGITTA secondo la sua ultima integrazione del 24.6.2021 (doc. 28 b reclamante: la Corte continua in questa sede ad esaminare l’ultima versione dell’ultimo piano, proposta e attestazione con *addendum*) deve intendersi ferma per entrambe percentuali richiamate rispetto al concordato ENERRAY, e quindi anche per quella minore del 16% .



E' vero inoltre che le azioni della società in concordato non sono oggetto di destinazione ai creditori, e che la costituzione in garanzia del pegno sulle azioni S.E.C.I. da concedere da parte dei f.lli MACCAFERRI a SAGITTA<sup>16</sup> è stata da ultimo da questa (sempre doc. 28 b) sospensivamente condizionata all'omologa del concordato S.E.C.I., a valle del definitivo voto dei creditori, così superando le iniziali aporie fra gli art. 3.3. e 5 del medesimo accordo, e venendo meno un possibile ostacolo a proposte concorrenti a causa del possibile comportamento ostruzionistico del creditore pignoratizio SAGITTA.

E' vero infine che il rifinanziamento del prestito obbligazionario da parte di SAGITTA è obbligazione di mezzi, e che l'attestatore l'ha ritenuta non vincolante in plurimi passaggi della sua relazione, ma ha formulato un giudizio di credibilità, e di indice di serietà dell'operazione, diverso dalla probabilità e dalla specifica fattibilità in senso stretto.

E tuttavia va considerata l'ulteriore obiezione mossa dal FALLIMENTO (qui esaminabile per l'effetto devolutivo pieno del reclamo, cfr. ancora Cass. 11216/2021) in relazione alla condizione posta da SAGITTA al punto 2.6 dell'offerta (doc. 28 a) e mai rimossa, riguardante il mancato incremento superiore al 5% del passivo di tutte le società controllate al momento dell'omologa<sup>17</sup>: manca in tal senso un'indagine dell'attestatore sulla probabilità di tale evenienza/condizione risolutiva, con l'acquisizione del passivo iniziale e una prognosi su quello finale per ciascuna delle società interessate: e tanto si risolve in una carenza informativa rilevante dell'attestazione stessa (su cui v. oltre).

---

<sup>16</sup> Contenuto nel parallelo "accordo di investimento" (doc. 42 reclamo, prodotto in copia non firmata da tutti i soci interessati, mentre il doc. 28 b è firmato da SAGITTA e S.E.C.I.) nel quale questi si obbligano ad un apporto a favore di SAGITTA ulteriore rispetto ai crediti da questa acquistati e agli impegni presi.

<sup>17</sup> "2.6. Il prezzo di ogni singola Cessione è stabilito nella misura fissa pari al 15,5% del valore nominale del credito ceduto... Si precisa che il prezzo così individuato è fissato sul presupposto che ricorrano congiuntamente le seguenti condizioni che dovranno risultare dalla memoria predisposta da Seci ai sensi dell'art. 180 della l. fall ... iii) l'entità del passivo delle controllate di Seci (comprensivo di debiti prededucibili, privilegiati e chirografi) sia pari a quanto risultante dai piani di risanamento, ristrutturazione, concordato depositati, ovvero – in caso di controllate in bonis – dall'ultimo bilancio approvato disponibile alla data della presente Offerta Vincolante, come recepiti nella bozza di piano di cui all'allegato 4, fatto salvo un margine di tolleranza in aumento del 5%. Qualora anche solo una delle condizioni indicate sub i), ii), iii) venga a mancare, il Fondo si riserva, a suo insindacabile giudizio, di confermare comunque il prezzo al 15,5% del nominale ovvero di formulare un'offerta per un prezzo ad una percentuale più bassa per tutti i Creditori Chirografari ma resta inteso che in mancanza di conferma o modifica dell'offerta da parte del Fondo entro 15 giorni dalla data di comunicazione da parte di Seci della memoria predisposta ai sensi dell'art. 180 della l. fall. la presente Offerta Vincolante si intenderà in tali casi risolta."



5.3.4. **Il quarto punto del terzo motivo** riguarda gli **strumenti finanziari partecipativi**, previsti a partire dalla “terza memoria integrativa” con relativo aggiornamento di piano e attestazione.

Va premesso che l’emissione degli SPF nell’ambito di un piano e proposta concordatari è in sé perfettamente legittima ex art. 2346, 6° co. c.c. e anzi prevista dall’art. 160 1° co lett. a) l.f., sotto forma perlopiù di *datio in solutum*.

Quanto alle criticità individuate dal Tribunale e contestate da S.E.C.I., va rilevato quanto segue.

E’ vero che in caso di mancato rifinanziamento del prestito vi sarebbe la vendita della partecipazione MST a partire dall’1.1.2025 ed entro il 1.1.2026 in adempimento della transazione con gli obbligazionisti; in tal caso, detratto il rimborso a questi, il ricavato andrebbe a S.E.C.I. (attraverso S.E.C.I. LUX e S.E.C.I. LUX 2), e nessun dividendo o solo un rateo, potrebbe andare ai detentori di SFP. E’ vero inoltre che il regolamento degli SFP S.E.C.I. ultima versione (doc. 30 b S.E.C.I., art. 4.1.<sup>18</sup>) può essere interpretato nel senso che spettassero ai possessori le “distribuzioni” deliberate e non solo effettuate dall’1.1.2025 in avanti sino a un determinato importo basato sui risultati di MST del 2025. E’ vero infine che nell’ultimo regolamento venivano definite “*Distribuzioni*” quelle effettuate dalla società “*di utili e/o riparto dei proventi derivanti dalla dismissione di beni di sua proprietà, incluse le partecipazioni (fra cui la partecipazione nel capitale di Manifatture Sigaro Toscano S.p.A.); (ii) qualsiasi distribuzione di riserve distribuibili di qualsiasi natura; (iii) il riparto del residuo attivo di liquidazione della Società, quale risultante una volta soddisfatti tutti i creditori della società, come risultanti dal bilancio finale di liquidazione*”, e che vi è stato introdotto anche l’impegno a deliberare le stesse, a determinate condizioni e tuttavia generico,

---

<sup>18</sup> Gli SFP “*attribuiscono ai Titolari il diritto di percepire il 100% delle Distribuzioni a decorrere dal 1 gennaio 2025 e sino a quando agli stessi non sarà stato attribuito un importo complessivo pari a (a) i dividendi di Manifatture Sigaro Toscano S.p.A. e il ricavato derivante dal consolidato fiscale della Società, entrambi di competenza dell’anno 2025; e (b) qualsiasi ricavo derivante dalla cessione dei beni di cui è prevista la dismissione ai sensi del Piano Concordatario incassato successivamente alla data di Termine Piano, al netto dei costi e degli oneri collegati a tali incassi, qualora a tale data alcuni di tali beni non fossero ancora stati ceduti o la Società non avesse ancora interamente incassato il relativo prezzo di compravendita*”.



da introdurre nel modificando statuto S.E.C.I.<sup>19</sup>, quindi non attuale ma sottoposto alla futura decisione dei soci: prima della quale in effetti l'impegno in tal senso non c'è, e come nota il FALLIMENTO è anche privo di concreto contenuto.

Ciò non toglie inoltre che le "distribuzioni" siano in realtà sempre collegate a grandezze economiche legalmente distribuibili come da bilancio, e quindi utili, riserve, e *non* ricavi (secondo la stessa reclamante è distribuzione tutto ciò che è "assimilabile a dividendi", p. 52 reclamo, quindi anche il "riparto dei proventi", nel senso che da essi *deve derivare un utile*). Nota così il FALLIMENTO che *non* sono utili distribuibili i flussi di cassa potenzialmente generati da S.E.C.I. in forza di quanto ricevuto (utili) da MST, né gli incassi da consolidato fiscale, e ciò se anche lo statuto di MST prevede un *pay out ratio* (rapporto tra i dividendi distribuiti ai soci e gli utili realizzati dalla società) dell'80% (p. 219 attestazione, p. 79 piano, cfr. anche punto II.4 della transazione con gli obbligazionisti doc. 7 S.E.C.I.).

E' corretto anche quanto prospetta il FALLIMENTO quando, seguendo l'ipotesi del perito stimatore del valore degli SFP prof. SALVI (doc. 31 reclamo, p. 26), nota che in caso di vendita al valore stimato di 114 mln della partecipazione MST vi sarebbe una perdita e non un utile rispetto al valore iscritto a bilancio al 31.12.2024 della stessa (quasi 132 mln, invariato dal 2020, p. 127 del piano)

Le distribuzioni al 100% (fino a raggiungere l'importo degli utili MST 2025 e i ricavi dei beni da liquidare non ancora dismessi) potrebbero quindi essere pari a zero nel caso di vendita nel 2025 - venendo meno così anche il consolidato fiscale, e quelle successive al 50% collegate agli utili S.E.C.I. come sopra precisato; ed è esatto affermare che l'attestatore (p.395 relazione) sembra invece aver erroneamente inteso, in modo difforme dal regolamento SFP, che il 100% iniziale si riferisse a tutte le possibili distribuzioni (utili e assimilati) e non alle distribuzioni *entro* le soglie fissate dal regolamento SPF.

---

<sup>19</sup> "*fermo restando che, in linea con quanto previsto dall'articolo [●] dello Statuto, fino alla concorrenza del Termine SFP vi sarà l'obbligo di deliberare le Distribuzioni al ricorrere di uno degli eventi sopra elencati, purché – una volta eseguita la predetta Distribuzione – vi sia una giacenza di liquidità minima (per "liquidità" intendendosi le disponibilità monetarie in conti correnti attivi o depositi al netto di quelli passivi), pari ad Euro [●] ([●]/00)*"



In più, se è vero che l'orizzonte degli SFP è formalmente successivo a quello di scadenza del piano (2024), è pure vero che alla proposta di attribuzione di detti strumenti doveva corrispondere una *corretta e plausibile informazione* del piano e dell'attestatore sulle effettive prospettive per i creditori in caso di mancato rifinanziamento e di vendita di MST, che non possono essere assolte dal richiamo alla perizia del prof. SALVI, contraddetta dai rilievi di cui sopra; fermo restando che l'arretramento del piano al 2024 in caso di vendita successiva con SFP comporta, a differenza del caso di vendita anteriore senza SFP, che i creditori possano partecipare solo a una quota dei dividendi e non concorrano sull'intero ricavato residuante dalla soddisfazione del pegno (sempreché questo resista a plausibili contestazioni della sua validità).

#### 5.3.5. Il **quinto punto del terzo motivo** attiene alle **censure sull'attestazione**.

Va premessa la condivisione dell'orientamento che limita il sindacato del giudice alla fattibilità giuridica e quella economica solo con riguardo alla realizzazione della causa concreta del concordato (soddisfacimento anche modesto ma non irrisorio dei creditori in tempi ragionevoli) e al controllo indiretto sui dati aziendali e sulle relazioni e attestazioni dei professionisti incaricati ex artt. 160 c. 2 l.f., 161 c. 3 e 186 bis c. 2 lett. b) l.f.

Se è vero da un lato che (Cass. 2130/2014) "*resta... precluso ogni sindacato sulla stima del valore degli elementi patrimoniali effettuata dal professionista attestatore, salvo il caso di incongruenza o illogicità della motivazione*", sotto questo profilo è però fermo l'orientamento di legittimità per il quale (Cass. 5825/2018)

*"In tema di concordato preventivo, nel valutare l'ammissibilità della domanda, il giudice ha il compito di controllare la corretta predisposizione dell'attestazione del professionista, in termini di completezza dei dati e di comprensibilità dei criteri di giudizio, rientrando tale attività nella verifica della regolarità della procedura, indispensabile a garantire la corretta formazione del consenso dei creditori. (Nella specie, la S.C. ha rigettato il ricorso avverso il decreto che aveva dichiarato l'inammissibilità della proposta di concordato per un vizio di attestazione del professionista, il quale non aveva indicato i criteri di valutazione seguiti nel condividere i valori immobiliari riportati in una perizia di parte, allegata alla domanda, ma aveva recepito acriticamente le risultanze di tale perizia)".*

E ancora (Cass. 7959/2017)

*"In tema di concordato preventivo, il tribunale, pur non potendo esprimere valutazioni in merito all'attestazione resa dal professionista, ha il potere di compiere una penetrante*



*verifica della adeguatezza dell'informazione che viene fornita ai creditori, al fine di consentire a questi ultimi un'espressione libera e consapevole del voto."*

Non potrà quindi essere *nel merito* ritenuta attendibile una stima piuttosto che un'altra, a meno che la motivazione fornita sia inesistente, illogica o incongrua, e comunque la relazione del professionista potrà essere censurata nella misura in cui fornisca informazioni inadeguate o non le fornisca, o vi sia contraddizione fra quanto esposto e le conclusioni dell'attestatore, proprio in funzione del "consenso informato" dei creditori.

E' vero che l'attestazione prof. DALLOCCHIO potrebbe essere considerata non più "condizionata" a seguito dell'*addendum* dell'attestatore 24.6.2021 rilasciato su richiesta di S.E.C.I. e dopo i rilievi dei precommissari (ma v. p. 431-433 della relazione), comportando solo l'attestazione per una inferiore percentuale del 16%.

E' vero inoltre che l'attestatore ha condiviso le valutazioni della perizia del prof. SALVI sugli SFP, ed ha ampiamente motivato sul valore attribuito (p. 395-398 attestazione), tuttavia con le incongruenze prima descritte.

Quanto ai rilievi della reclamante in merito alle censure del Tribunale sul rifinanziamento del prestito obbligazionario come considerato nell'attestazione, è vero che l'attestatore ha correttamente a più riprese segnalato la non vincolatività dell'impegno di SAGITTA, ma da ciò non ne discende l'irrilevanza per il solo essere lo stesso posticipato all'orizzonte di piano, come sembrano ritenere S.E.C.I. e lo stesso attestatore.

Infatti - e pure questa osservazione appare dirimente - in realtà non è esatto, come ritiene il FALLIMENTO (p. 42 memoria di costituzione) che l'attestatore non abbia verificato e attestato l'idoneità del piano a ristabilire le condizioni di equilibrio finanziario al termine dell'orizzonte temporale di piano: a p. 394-395 della relazione si specifica piuttosto, con particolare riferimento a MST, che non è sicuro né probabile, ma solo *credibile*, che S.E.C.I. possa rifinanziarsi *col bond* anche con l'aiuto di SAGITTA, e che in caso contrario (vendita di MST) non potrebbe sostenere la sua continuità aziendale: *ciononostante* ne attesta la fattibilità, verosimilmente considerando solo l'orizzonte di piano, ma in modo palesemente



contraddittorio<sup>20</sup>: uno scenario solo credibile ma senza un fondato giudizio di probabilità<sup>21</sup> non può logicamente fondare un giudizio di fattibilità (certezza/probabilità) di un piano in merito al punto essenziale della possibilità di ristabilimento dell'equilibrio di un'impresa per la quale si è chiesto un concordato in continuità aziendale, alternativo alla liquidazione (che verrebbe invece solo posposta).

E' pertanto anche corretto quanto notato dal FALLIMENTO in merito alla mancata o carente esplicitazione dei *motivi* per i quali l'attestatore afferma (p. 428) di aver *“preso in considerazione l'idoneità dei beni sottratti alla liquidazione a essere organizzati in funzione della continuazione totale o parziale della pregressa attività di impresa”*, pur dopo avere in sostanza affermato l'insufficienza del parere legale in proposito acquisito da S.E.C.I., che citava in poche righe Cass. 734/2020.

Oltre alle incongruenze e carenze sopra segnalate in tema di condizioni contenute nell'offerta SAGITTA e riguardo gli SFP, che si riverberano sulla corretta e completa informazione dei creditori, va con il FALLIMENTO rilevato che l'attestatore dà per acquisito il beneficio del consolidato fiscale, vista la relazione dell'esperto fiscale (cfr. doc. 43 reclamante, parere PWC) da cui però emerge la possibilità per il Fisco di valutare in concreto se si tratti di concordato meramente “liquidatorio” o meno (p. 13-16 doc. 42: per concludere che nello specifico si tratta di piano di concordato “di risanamento”, meritevole della continuazione del

---

<sup>20</sup> *“In merito alla capacità della Società di rimborsare e/o rifinanziare il Bond MST, è opinione di chi scrive che sia assai complesso assegnare a tale assunzione il necessario grado di confidenza. Al termine della durata del Bond MST non sarà possibile il suo pagamento con le risorse finanziarie della Società. Tuttavia, il debito non è in discussione nell'adempimento, attesa la capienza della garanzia che eventualmente sarà escussa. In ogni caso, il raggiungimento dell'equilibrio economico e finanziario al termine dell'Orizzonte di Piano, nonché l'impegno di cui si dirà infra, seppur non vincolante, concesso da Sagitta di supportare finanziariamente SECI in occasione della scadenza del Bond MST, conferiscono maggiore credibilità all'assunzione della Società di essere in grado di rifinanziarsi nel lungo periodo, preservando la propria continuità aziendale. Nell'eventualità di insuccesso dell'operazione di rifinanziamento, SECI stessa sarebbe obbligata a cedere la partecipazione detenuta in MST per procedere al rimborso degli Obbligazionisti con Pegno. In tale scenario, la Società si troverebbe evidentemente privata dell'elemento essenziale ed unico che ne caratterizza la continuità aziendale e andrebbe posta in liquidazione. “*

<sup>21</sup> *“Tenuto conto della natura dell'Offerta Sagitta che si configura quale obbligazione di mezzi, lo scrivente è in grado di valutare l'impegno quale indicatore della bontà dell'operazione, senza tuttavia poter aggiungere un giudizio fondato di probabilità, tenuto conto della distanza temporale della scadenza, pur assumendo l'impegno, la buona fede e la diligenza di Sagitta nel cercare il rifinanziamento. “*





beneficio) indipendentemente dalla qualificazione data dal Tribunale; ma allora sarebbe stato necessario, in assenza di interpello all’Agenzia delle Entrate, spiegare motivatamente l’adesione a dette conclusioni, ovvero motivare *perché* è fondata e attendibile la qualificazione di “continuità”; inoltre non risulta che l’attestatore abbia esaminato la questione della titolarità del beneficio, in relazione alla generazione delle perdite in ipotesi prodotte da altre società del gruppo (p. 111-116 attestazione).

La conclusione è che, oltre a quanto si esporrà nel punto che segue, le criticità già individuate impongono di ritenere non positivamente superato il controllo demandato al giudice della completezza e logicità della attestazione, e quindi della attendibilità e congruenza del conseguente giudizio di fattibilità. Ne discende anche per questo verso la conferma dell’inammissibilità del concordato.

**5.3.6. Il sesto punto del terzo motivo** riguarda la **comparazione con lo scenario fallimentare**, ovvero la connessa questione del **miglior soddisfacimento dei creditori** (s’intende rispetto all’alternativa liquidatoria, essendo prospettato un concordato in continuità) ex art. 186 *bis* c. 2 lett. b) l.f., anche e soprattutto in relazione al contenuto dell’attestazione.

E’ ovviamente riservata ai creditori la valutazione della convenienza della procedura concordataria nel caso di una solo modesta differenza di percentuale tra gli scenari alternativi (modestia che peraltro la reclamante nega). Tuttavia, anche per la questione esaminata, si deve verificare - e in tal senso devono essere intesi i rilievi del Tribunale - se le considerazioni e conclusioni dell’attestatore siano complete, coerenti, logiche e attendibili, pur nei limiti più ampi del concordato in continuità dove si impone un controllo più penetrante della fattibilità economica, non scindibile da quella giuridica (cfr. Cass. 9061/2017<sup>22</sup>).

---

<sup>22</sup> “*In tema di concordato preventivo, il tribunale è tenuto ad una verifica diretta del presupposto di fattibilità del piano per poter ammettere il debitore alla relativa procedura, nel senso che, mentre il controllo di fattibilità giuridica non incontra particolari limiti, quello concernente la fattibilità economica, intesa come realizzabilità di esso nei fatti, può essere svolto nei limiti della verifica della sussistenza, o meno, di una manifesta inettitudine del piano a raggiungere gli obiettivi prefissati, individuabile caso per caso in riferimento alle specifiche modalità indicate dal proponente per superare la crisi (con ciò ponendosi il giudice nella prospettiva funzionale, propria della causa concreta). Tali principi vengono maggiormente in rilievo nell’ipotesi di concordato con continuità aziendale ex art. 186-bis l.fall., laddove la rigorosa verifica della fattibilità “in concreto” presuppone un’analisi inscindibile dei presupposti giuridici ed economici, dovendo il piano con continuità essere idoneo a dimostrare la sostenibilità finanziaria della continuità stessa, in un contesto in cui il “favor” per la*

Quindi la differenza fra le alternative concordataria “in continuità” e liquidatoria/fallimentare è sindacabile con un giudizio “di secondo grado”: nel quale non può trascurarsi che in effetti il lieve divario tra il probabile soddisfacimento fallimentare e quello minimo concordatario attestati (p. 426 rel. e *addendum* alla stessa, rispettivamente 15,7% e 16%, corrispondenti secondo il FALLIMENTO a circa 9 mln di euro) può essere annullato o significativamente ribaltato evidenziando dati non considerati dall’attestatore, la cui conclusione non risulta pertanto sufficientemente corroborata con il necessario grado di attendibilità.

Quanto al deprezzamento del 20% della vendita di MST (pur considerata in sede concordataria, come era necessario, dall’attestatore benché affermi, come è vero, che va oltre l’orizzonte di piano) va osservato che il valore di circa 114 mln, come già detto, è quello indicato dalla perizia del valutatore prof. SALVI (doc. 31 p. 26), per l’ipotesi di vendita senza rifinanziamento: che non si vede perché debba essere preso come valore di realizzo a base del possibile soddisfacimento dei chirografari in caso di vendita *post orizzonte di piano* e senza rifinanziamento del *bond*, e invece non lo debba nel confronto con la vendita liquidatoria/fallimentare ipotizzata per il 2022 nell’attestazione, solo perché contabilmente ne è prevista la detenzione fino a tutto il 2024, con i relativi interessi da pagare nel frattempo agli obbligazionisti con pegno. Infatti la perizia del prof. SANTINI ex art. 160 l.f. (doc. 27 reclamante) che ha valutato MST, si riferisce al credito di BPM, il cui pagamento in sede concordataria viene assicurato anche con altri mezzi (ad es. immobili, p. 43 valutazione SANTINI).

Inoltre, come nota il FALLIMENTO, c’è un divario tra il costo del capitale proprio<sup>23</sup> assunto per valutare gli SFP nella perizia SALVI (5,6% , p. 22 doc. 31) e quello assunto per valutare la partecipazione MST nella perizia SANTINI (8,94%, p. 34 doc. 27), divario che non risulta rilevato e valutato dall’attestatore, considerato che secondo il FALLIMENTO il valore è illogicamente più basso per gli SFP, la cui rischiosità non potrebbe essere inferiore a quella

---

*prosecuzione dell’attività imprenditoriale è accompagnato da una serie di cautele inerenti il piano e l’attestazione, tese ad evitare il rischio di un aggravamento del dissesto ai danni dei creditori, al cui miglior soddisfacimento la continuazione dell’attività non può che essere funzionale.”*

<sup>23</sup> Utilizzato dai valutatori per attualizzare i flussi di cassa futuri, e che tiene conto del rischio sistemico e di quello specifico dell’impresa.



(delle azioni) di MST, derivando i rendimenti degli SFP in sostanza da quelli di MST; ed essendo già stato valutato un ribasso per la vendita fallimentare.

Inoltre l'attestazione non coordina le valutazioni della perizia SANTINI, che quantifica in un deprezzamento del 10-15% il valore di vendita MST per l'impatto da pandemia (p. 39 e 41-42) con l'affermazione (p. 254 attestazione) per la quale i risultati di MST sono stati solo assai modestamente influenzati dal fenomeno.

L'osservazione vale in linea più generale, per la riduzione del 10% da Covid-19 che l'attestazione prevede per le sole liquidazioni fallimentari (p. 424), non essendo chiarito perché tali effetti non dovrebbero prodursi in caso di liquidazione concordataria.

Il FALLIMENTO porta poi al riguardo l'esempio concreto di S.E.C.I. REAL ESTATE, il credito verso la quale viene svalutato per oltre 22 mln in caso di fallimento (p. 415 rel.), pur avendo a p. 342 l'attestatore previsto un minor realizzo da S.E.C.I. RE fra i 5,8 e i 12,4 mln; e considerato che di fatto gli attivi di S.E.C.I. RE (doc. 5 FALLIMENTO) sarebbero già in via di realizzo per circa l'84%; e l'esempio concreto di TERMICA COLLEFERRO e TERMICA CELANO, di fatto già vendute in sede fallimentare a valori ben superiori a quelli stimati (o annullati) in attestazione.

Della valutazione del consolidato fiscale si è già sopra trattato.

Quanto all'apporto dei f.lli MACCAFERRI, se si può convenire che la prestazione di specifiche garanzie da parte loro faccia parte del giudizio di convenienza riservato allo scrutinio dei commissari ex art. 172 l.f. e al voto dei creditori, è pur vero che l'attestatore dovrebbe valutare la concreta fattibilità del piano prendendo in considerazione anche detta variabile, pur dopo aver valutato capiente il patrimonio personale delle persone fisiche rispetto agli impegni di cui alle "assunzioni di obbligazioni" via via prese e documentate; il che non è avvenuto.

Inoltre l'attestazione non ha in effetti preso in considerazione (p. 419) tra i crediti postergabili dei soci MACCAFERRI (o perlomeno non ha esplicitato perché non lo sarebbero se non ritenuti tali), quelli derivanti da prestiti obbligazionari chirografari per oltre 12 mln di euro (p. 99 del piano), di cui è prevista la rinuncia in sede concordataria.

Riguardo infine il tema attinente le azioni di massa, pur esaminabile dai commissari nella relazione ex art. 172 l.f. ma di necessaria valutazione in sede di obbligato giudizio sul miglior



soddisfacimento dei creditori, non può essere considerata completa e convincente la trattazione dell'attestatore laddove in effetti non trae le dovute conseguenze dalla pacificamente (e gravemente: p. 420 della stessa attestazione, e p. 233 -234 attestazione dott. GUIOTTO) censurabile accensione del prestito obbligazionario di 90 mln di euro del gennaio-marzo 2019.

Se infatti, come nota il FALLIMENTO, l'operazione fosse caducabile, in sede liquidatoria sarebbe almeno prospettabile una degradazione a chirografo; se viceversa non lo fosse, sarebbe verosimilmente prospettabile azione di responsabilità verso gli organi sociali, che tuttavia in sostanza l'attestatore ritiene "*non apporterebbe significativi benefici a favore della massa creditoria, considerando l'alea di rischio circa l'effettiva possibilità di successo*" (p. 417 - 418 rel.), limitando il possibile recupero della curatela al mancato riconoscimento del credito di amministratori e sindaci.

E tuttavia tale scenario in sede fallimentare – considerato il patrimonio dei soli amministratori valutato come capiente di 1,5 volte il loro impegno concordatario per oltre 7 mln di euro (p. 304 rel.) - non viene *adeguatamente motivato*, essendovi solo uno scarso e generico riferimento all'aver considerato "*le informazioni assunte e i documenti esaminati e le informazioni rese dalla società*" (p. 417 rel.), il che non può non riverberarsi sulla logicità e completezza delle informazioni rese in proposito, e delle conseguenti conclusioni in tema di confronto tra concordato in continuità e liquidazione.

Il tutto per un importo davvero rilevante che, unito alla controvertibilità delle altre valutazioni di cui sopra (ciascuna pure con riguardo ad importi assai rilevanti) rese sul tema della comparazione col fallimento e nella prospettiva di giudizio sul miglior soddisfacimento dei creditori, conduce a ritenere non assistita dal necessario grado di attendibilità la conclusione della relazione di attestazione sulla vantaggiosità del primo scenario rispetto al secondo.

Carenze ulteriori che, come le altre evidenziate negli altri punti di cui al terzo motivo di reclamo, si riflettono sulla plausibilità dell'esito finale e complessivo dell'attestazione, le cui lacune si risolvono in altrettanti motivi di inammissibilità del concordato.

6. In ragione di tutto quanto sopra e assorbita ogni altra questione, il reclamo va conclusivamente rigettato, senza necessità di concessione di ulteriori termini e superflua la



CTU tecnico-contabile da ultimo prospettata dalla reclamante, considerate le plurime e concorrenti ragioni di cui si è dato conto, poste a base della decisione.

Le spese seguono la soccombenza (valore indeterminabile, cfr. Cass. 1346/2013, SSUU 16300/2007; di particolare importanza ex art. 5 c. 6 d.m. 55/2014, valori prossimi ai medi) e si liquidano in dispositivo.

Raddoppio del CU.

P.Q.M.

Ogni diversa e contraria istanza, domanda ed eccezione disattesa o assorbita, il Collegio definitivamente decidendo:

rigetta il reclamo;

condanna S.E.C.I. SOCIETA' ESERCIZI COMMERCIALI INDUSTRIALI SPA al pagamento delle spese di lite del grado di FALLIMENTO S.E.C.I. SOCIETA' ESERCIZI COMMERCIALI INDUSTRIALI SPA, liquidate in euro 20.000 per compensi, oltre spese generali 15%, CP ed IVA se dovuta.

Dichiara sussistenti i presupposti di cui all'articolo 13, comma 1-quater, del d.p.r. 30 maggio 2002 n. 115, per il raddoppio del contributo unificato a carico della reclamante S.E.C.I. SOCIETA' ESERCIZI COMMERCIALI INDUSTRIALI SPA.

Bologna, 12.11.2021

Il Consigliere rel. est.

Dott. Michele Guernelli



Il Presidente

Dott. Anna De Cristofaro

